

코스닥시장에서 수출기업의 현금보유수준이 기업가치에 미치는 영향

오희화

전주대학교 회계세무학과 조교수

한길석

전북대학교 회계학과 교수

The Effect of Cash Holdings on Firm Value in Export Companies Listed in the KOSDAQ

Hee-Hwa Oh^a, Kil-Seok Han^b

^aDepartment of Accounting & Taxation, Jeonju University, South Korea

^bDivision of Business Administration, Chonbuk National University, South Korea

Received 30 Nov 2019, Revised 16 Dec 2019, Accepted 24 Dec 2019

Abstract

The purpose of this research is to investigate the effect of cash holdings on firm value in export companies. To investigate this effect, we analyzed 5,386 samples drawn from export companies listed in the KOSDAQ from 2011 to 2018. During this period, the International Financial reporting Standards have been employed. The research results are as follows. First, the results of a T-test showed that the level of the firm value of export companies with high levels of cash holdings is significantly higher than that of those with low levels of cash holdings. In addition, the level of the firm value of export companies with higher levels of cash holdings than in the previous year is higher than the level might otherwise be. Furthermore, the effects of cash holdings on firm value are similar to those on return on asset. These results suggested that export companies have little used a way of increasing their debt levels in order to increase cash holdings. Second, the results of a multivariate regression analysis presented that the cash holdings of export companies in listed the KOSDAQ significantly influence their firm value. Moreover, a higher level of cash holdings than in the previous year significantly affect firm value. These results proposed that making higher cash holdings than in the previous year might be useful in enhancing firm value. We found that export companies efforts to increase cash holdings positively influence changes in firm value. We also found that Korean export companies maintain their financial stability by obtaining sufficient liquidity specifically in a high uncertainty era like the recent time. We finally firmed an effort to maintain cash holdings as a reasonable choice for export companies.

Keywords: Cash Holding Level, Corporate Value, Exporting Company, Increase of Cash Holding Level

JEL Classifications: A1, D6, M4

^a First Author, E-mail: ohehwa@hanmail.net

^b Corresponding Author, E-mail: hks3030@chonbuk.ac.kr

© 2019 The Institute of Management and Economy Research. All rights reserved.

I. 서론

현금은 기업의 가장 중요한 자산 중의 하나이다. Keynes (1936)의 유동성 선호이론에 의하면 기업은 다양한 사유로 현금을 보유하고자 하는 동기를 갖는다. 그의 거래적 동기(transaction motive) 이론에 의하면 기업은 통상적 경영활동의 수행과정에서 발생가능한 일시적 유동성 부족의 어려움을 극복하고자 일정규모 이상의 현금을 항상 보유하기 위해 노력한다. 이는 기업이 일정규모의 현금자산을 보유함으로써 현금부족 시 발생 가능한 거래 중단 사태를 사전에 예방하고, 기업이 투자와 결제하기 위해 필요한 추가인 자금조달에 따른 거래비용을 절감할 수 있게 된다는 것이다. 이와 같이 거래 비용의 절감을 위한 현금의 수요에는 규모의 경제가 존재하며, 작은 규모의 기업보다 상대적으로 큰 규모의 기업에서 낮은 보유 동기를 갖게 된다는 것이다.

특히 수출에 대한 의존도가 높은 우리나라 수출기업들은 1998년의 외환위기와 2008년의 글로벌 금융위기를 겪으면서 경제 불확실성이 커질 것으로 예상되는 경우 현금보유수준을 높이기 위해 노력하였다. 현시점에서 미국과 중국 간 무역전쟁이 진행 중이고 일본의 수출규제가 이어지는 등 국내외의 경제 불확실성이 가속화되면서 이러한 노력은 지속되고 있다.

Kim Jong Woo (2019)의 연구에서도 2014년 이후 2년 연속 감소세를 이어가던 우리나라의 수출이 2017년에는 5,737억불로 2014년 수준을 회복하긴 했지만 전 세계적으로 이어지고 있는 장기 저성장 국면에 더하여 트럼프 정부 출범이후 비롯된 보호무역주의 기조, 미·중 간 무역전쟁 등은 우리의 수출환경에 대한 불확실성을 증가시키고 있다고 하였다.

경제협력개발기구(OECD)는 2019년 우리나라를 비롯한 미국 등 주요 선진국의 경제성장률 전망치를 작년 11월 발표 때보다 0.1~0.2% 포인트씩 하향 조정하였으며, 유럽중앙은행(ECB)도 지난해 12월 제시한 유훈의 올 성장률 전망치를 1.7%에서 1.1%로 떨어뜨렸다. 박상현 하이투자증권 연구원은 “올해는 세계 주요 수출

지역의 경기둔화가 국내 대기업에 타격을 주고, 그 영향으로 내수가 위축되는 악순환이 이어질 가능성이 있다”고 말했다. 이어 “대외변수로 글로벌 금융시장이 흔들릴 경우 기업 자금조달에 어려움을 겪을지도 모른다”고 우려했다.

서울시 수출지원사업 참가기업의 애로사항을 연구한 Kim Jong Woo (2019)의 연구 결과에서도 해외진출 필요자금의 부족(25.8%), 해외시장의 정보, 법령/인증정보, 마케팅 노하우의 부족 및 정보수집의 어려움(23.8%), 자체 브랜드 파워 및 인지도 부족(21.9%), 바이어 정보의 부족(19.9%), 적절한 해외마케팅 인력 확보의 어려움(7.9%) 등의 결과를 보여 수출기업의 가장 큰 애로사항으로 유동성 부족을 나타내고 있다.

경기부진에 대한 우려로 원화를 비롯한 신흥국 통화가치가 약세로 돌아설 조짐을 보이는 것도 기업에 부담 요인이 될 수 있다. 통화가치의 약세는 금융시장 불안을 야기해 기업들의 조달비용을 늘리는 요인이 될 수 있다. 이우중 NH선물 연구원은 ECB뿐 아니라 미국 중앙은행(Fed) 역시 경기 둔화에 대한 우려로 안전자산 선호 심리가 강해졌으며 미·북 간 관계악화가 예상되면서 지정학적 리스크가 커진 것도 원·달러 환율 상승 요인으로 작용할 전망이다(Song Jong-Hyun and Kim Ik-Hwan, 2019).

또한 2019년 8월 일본의 수출규제로 반도체 소재·부품·장비에 대한 국산화 이슈가 부상한 가운데, 이를 기점으로 대기업의 사내 유보금 논란이 이슈가 되고 있다. 현재 진행 중인 일본과의 경제전쟁 상황 하에서 범정부 차원의 소재·부품·장비에 대한 방안이 제시되고 있다. 그 방안 중 하나로 대기업이 쌓아둔 사내 유보금을 풀어서 자사의 경쟁력은 물론 우리나라 산업 경쟁력 제고에 나서야 한다는 목소리가 나오고 있다. 즉, 대기업이 곳곳에 쌓아둔 유보금을 활용해 소재·부품·장비 관련 R&D 강화 등에 쓰도록 해야 한다는 주장이다.

그 배경에는 미국과 중국 간 무역분쟁과 일본의 반도체 소재 관련 수출규제 및 화이트리스트 제외로 소재·부품·장비의 국산화가 시급한 과제로 부상한 상황과 무관치 않다. 이 같은 주장

은 정부가 소재·부품·장비 국산화 R&D에 2020년부터 3년간 5조원을 투입하기로 결정한 것도 한몫하고 있는 분위기다(Park Jong Joon, 2019).

이런 상황에서 2019년 상반기 10대그룹 상장사의 영업이익이 반 토막 났음에도 오히려 현금 보유액이 늘어났다는 점은 대기기업이 사내 유보금을 풀어서 R&D 강화에 사용해야 한다는 주장에 더욱 힘이 실리고 있다. 하지만 기업들 입장에서는 사내유보금과 투자와는 별개라고 생각하고 있으며, 미중 무역분쟁은 장기화될 조짐이고, 일본의 추가적인 수출규제의 가능성마저 배제할 수 없어서 이에 기인한 중국과 미국 등 글로벌 경기가 둔화될 조짐마저 보이고 있는 실정이다. 이러한 사유로 기업들은 투자보다는 현금보유수준을 증가시켜 현재의 불확실한 경제상황을 잘 헤쳐 나가려 노력하고 있다. 이러한 관점에서 본 연구는 상대적으로 리스크가 큰 우리나라 코스닥 시장에서 수출기업들의 현금보유수준이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 나아가 수출기업들의 현금보유수준 증가가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어 II장에서는 기업의 현금보유에 관한 제 이론들을 살펴보고 기업의 현금보유와 관련한 기존의 선행연구들을 살펴볼 것이다. III장에서는 연구 가설 및 모형을 설정하고 IV장에서는 본 연구의 실증분석 결과를 제시할 것이다. 마지막 V장에서는 본 연구의 결과 및 공헌점을 기술할 것이다.

II. 이론적 배경과 선행연구 검토

1. 이론적 배경

기업의 현금보유에 관한 다양한 이론이 존재한다. 먼저, Keynes (1936)의 유동성 선호이론에 의하면 기업의 현금에 대한 수요 동기를 거래적 동기와 예비적 동기 그리고 투기적 보유 동기로 구분하여 유동성 선호이론을 제시하였다.

거래적 동기(transaction motive)는 기업의 통상적 경영활동의 수행 과정에서 발생가능한 일시적 유동성 부족의 어려움을 극복하고자 일정 규모 이상의 현금을 항상 보유해야 한다는 이론이다. 특히 일정 규모의 현금 보유를 통해 기업은 현금 부족 시 발생 가능한 거래 중단 사태를 사전에 예방하고, 기업이 투자와 결제하기 위해 필요한 추가인 자금조달에 따른 거래비용을 절감할 수 있다. 다음으로, 예비적 동기(precautionary motive)는 기업 활동 중 예상하지 못하게 발생하게 되는 추가적인 자금 조달을 대비하여 기업은 일정 수준 이상의 현금을 보유하게 된다는 이론이다. 이는 기업의 경영활동 과정에서 추가적인 현금수요가 예기치 못하게 발생할 경우 자본시장에서 자금을 조달하게 된다. 이 경우 추가적인 비용이 발생할 수 있는데 이에 대한 예비적인 대안으로 기업은 현금 보유 동기가 생기게 된다는 것이다. 마지막으로 투기적 동기(speculative motive)는 기업이 장래 큰 이익을 얻을 수도 있는 투자기회가 발생할 경우를 대비하여 기업은 현금을 보유한다는 이론이다.

다음으로 Donaldson (1961)은 자본조달순위이론(pecking order theory)을 제시하였는데, 이는 기업이 필요한 자금을 조달할 때 외부자금 조달 보다는 내부자금 조달을 우선시하며, 부채 발행을 주식 발행보다 더 선호한다는 이론이다. Donaldson (1961) 이후 Myers and Majluf (1984)는 자본조달순위이론을 정립하고 실증분석을 통해 이를 입증하였다. 그들은 기업이 자본을 조달함에 있어 일정한 순서가 존재하는데 내부 자본 조달이 외부 자본 조달보다 선호되며, 내부 자본이 고갈될 경우에 한하여 외부 자본을 활용한다고 주장하였다. 그리고 외부 자본 중에서도 주식에 의한 조달보다는 부채가 우선되며, 부채를 더 이상 사용할 수 없는 경우 주식발행 등의 자기자본 조달 방안을 활용한다고 주장하였다.

이는 기업의 내부경영자와 외부투자자들 간의 정보비대칭성(information asymmetry)이 존재하여 기업 외부자금 조달 시에는 정보비용이 수반되기 때문이라고 주장하였다. 따라서 정보비대칭

정도가 클수록 외부 자금조달에 수반되는 어려움이 커지기 때문에 역선택 비용과 같은 정보비용이 없는 내부 유보자금을 선호하게 된다는 것이다. 그러나 이러한 내부 유보자금이 충분하지 못해 추가적으로 외부자금을 조달하는 경우에는 안전한 부채, 위험한 부채, 주식 발행의 순서로 조달하게 된다. 이러한 경우 자산은 외부 자본조달에 따른 비용 등과 내부 보유자금 간의 완충 역할을 함으로써 금융의 신축성을 제공하게 된다.

Jensen (1986)은 잉여현금이론(free cash flow theory)을 주장하였는데, 이는 소유와 경영이 분리되어 발생하는 대리인 문제의 가능성이 큰 기업일수록 기업의 경영자들은 파산위험을 줄이며 경영자 자신의 재량권을 강화시키기 위해 자신이 지배할 수 있는 현금자산을 크게 늘림으로써 경영자 자신의 사적인 이익을 추구할 유인이 존재한다는 것이다.

경영자는 소유와 경영의 분리를 통해 주주의 이익보다는 자신의 사적인 이익을 우선시하는 경향을 강하게 가질 수 있다. 이를 위해 경영자는 기업 내의 자산 가운데 현금성 자산의 비율을 높이고자 한다는 것이다. 따라서 경영자가 주주의 이익보다는 자신의 이익을 우선시함으로써 과도한 현금을 보유하게 된다면, 외부의 자금조달에 의한 시장의 감시를 받지 않을 수 있으며 수익성이 없는 사업에도 투자를 통하여 자산을 낭비할 가능성이 커지게 된다.

이러한 잉여현금이론에 대해 Jensen and Meckling (1976)도 대리인 이론을 중심으로 동일한 입장을 주장하였다. 즉, 기업의 경영자는 주주들의 이익보다는 자신들의 이익을 우선시함으로써 과도한 현금을 보유하게 되고, 외부 자금 조달에 의한 시장의 감시를 덜 받게 됨으로써 수익성 없는 투자 사업에 자산을 낭비하게 되는 부차적 문제를 발생하게 된다는 것이다.

2. 선행연구 검토

현금보유에 대한 많은 선행연구들이 있다. 기존의 많은 선행연구들은 기업의 현금보유에 영향을 미치는 주요한 원인의 하나로 경영자와 투

자자(또는 채권자) 사이에서 발생하는 정보비대칭(information asymmetry)을 제시하고 있다. 정보비대칭은 분산이 불가능한 위험요인으로 이는 외부자금의 조달비용에도 영향을 미친다 (Easley, et al., 2002; Ashbaugh et al., 2006). 즉, 현금증가에 따른 거래비용과 자본조달비용이 큰 기업들은 정보비대칭 등의 사유에 기인하여 외부자금조달 비용의 상승 가능성이 높은 기업들은 예비적 동기에 기인하여 보다 많은 현금을 보유하게 되어 거래비용과 자본조달비용은 현금보유의 가장 주요한 결정요인이 될 수 있다 (Miller and Orr, 1966, Pinkowitz and Williamson, 2001, Mikkelsen and Partch, 2003, Kim, Sung-Pyo, 2007; Jung Young-Woo, Yang Kyu-Heak and Jo Eun-eong, 2017). 즉, 기업이 유동성 부족에 직면하였을 경우 이를 해결하기 위해 기존의 자산을 매각하거나 투자를 감소시키는 등의 비용이 발생하며 이 경우 현금 증가에 따른 거래비용이 큰 기업일수록 기업 내부에 많은 현금을 보유할 유인이 발생하게 되며, 현금 부족에 기인한 재무적 곤경의 가능성이 커질수록 자산 대체와 같은 부채의 대리인 비용도 커질 수 있다(Jensen and Meckling, 1976). 이러한 기업이 영업활동을 영위하며 직면할 수 있는 유동성 부족의 상황을 피하기 위해서 기업은 현금보유수준을 증가시킬 유인을 가질 수 있다.

Park Ji-Yun and An Seung-Cheol (2015)은 1996년부터 2011년까지 유가증권시장에 상장된 제조업체를 대상으로 하여 기업이 경기 상황을 미리 예측하고 그 예측에 따라 현금 보유수준을 실제 조정하였는가를 검증하였다. 검증결과, 우리나라 기업들은 경기 불황을 예측하고 이를 대비하고자 현금 보유를 증가시키기 보다는 경기 호황을 예측하고 현금 보유를 증가시킨다고 주장하였다. 즉, 우리나라 기업들은 대비차원의 현금보유의 증가보다는 효율적 사용을 위한 현금보유의 증가를 더 높이 평가하며, 경기 예측에 따라 현금보유의 증감이 영향을 미친다고 주장하였다.

반면 Binh Ki-Beom and Seo Eun-sook

(2014)은 기업의 예비적 현금 보유가 경기침체에 미치는 영향을 예비적 동기에 따른 현금의 흐름 민감도(cash flow sensitivity of precautionary cash)로 측정하였다. 연구결과, 기업은 예비적 동기로 현금흐름으로부터 현금 잔고를 증대시킴을 확인하였다고 주장하고 있다.

Kim Sung-Pyo (2007)는 1999년부터 2003년까지 372개의 상장 제조업체를 대상으로 하여 기업의 소유구조가 현금 보유 의사결정에 미치는 영향을 살펴보았다. 검증결과, 기업의 소유구조는 현금 보유에 주요한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 상당한 통제권을 확보한 지배주주의 존재가 기업의 현금보유수준에 영향을 조절하는 것으로 나타났으며 이는 지배주주의 형태에 따라 그 영향이 상이하다고 주장하였다. 또한, 기업의 규모가 작을수록, 성장기회가 큰 기업일수록, 현금흐름 변동성이 큰 기업들이 보다 많은 현금을 보유한다고 주장하였다.

Ra Young-Su, Park Hyun-Ki and Lee Chi-Song(2017)에 의하면 기업의 재무적 특성인 성장성, 위험이 높을수록 높은 현금수준을 유지하는 것으로 나타나고, 기업의 담보력, 기업규모가 클수록 현금보유수준은 낮았다. 부채비율과 현금보유비율은 서로 상반되는 관계로 나타나 기업은 미래 불확실성과 투자기회에 대비하여 현금자산을 보유하는 예비적 동기와 거래적 동기가 작용한다고 설명하고 있다.

기업의 현금보유수준과 기업가치 간의 관련성에 관한 기존의 선행연구들은 서로 상반된 연구결과를 제시하고 있다(Luo and Hachiya(2005), Soltani and Ravanmehr(2011)). 먼저 기업의 현금보유수준과 기업가치 간에 음(-)의 관련성이 존재한다고 주장한 선행연구들은 다음과 같다. 먼저 Park Chun-Gwang and Nam Hyun-Jung (2014)은 기업의 현금보유와 국제화 요인 간의 관련성을 살펴보았다. 즉, 기업의 현금 보유가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고, 그 다음으로 기업의 현금보유와 기업가치 사이의 관련성에 대하여 기업의 국제화가 미치는 영향을 살펴보았다. 이를 검증하기 위해, 국내 유가증권시장에 상장된 제조 기업을 대상으로 2000년부터

2011년까지 공시한 연결재무제표를 이용하여 해외수출액이 있는 기업을 대상으로 632개 상장 기업을 선정하여 실증 분석하였다.

검증결과, 기업의 현금보유액이 많을수록 기업가치가 낮아졌으며, 기업의 국제화가 현금 보유와 기업가치 사이에서 조절효과를 갖는 것으로 나타났다. 즉 현금 보유와 기업가치 사이의 관련성 분석에서 국제화 조절효과를 고려한 경우에는 현금 보유가 기업가치에 음(-)의 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업이 국제화 될수록 현금 보유와 기업가치 사이에 음(-)의 영향력이 더욱 강화됨을 의미하며, 아울러 국제적 성장을 추구하는 기업들의 경우에 기업의 현금 보유 정도가 기업가치에 영향을 미칠 수 있다는 사실을 나타낸다고 주장하였다.

또한, Harfoard(1999)는 현금보유수준이 높은 기업들이 인수합병 등의 과도한 지출을 유발할 수 있는 가치 파괴적인 활동을 할 가능성이 높다고 주장하였으며, Jensen(1986)은 경영자가 기업 투자 의사 결정시 재량권을 획득하기 위해 현금을 보유할 유인을 갖는다고 주장하였다. Dittmar et al.(2003), Chen(2008)은 기업의 풍부한 현금 보유가 경영자의 과도한 투자를 가능하게 함으로써 기업가치를 감소시킨다고 주장하였으며, Faulkender and Wang(2006)도 현금보유가 기업가치를 감소시킨다는 실증분석 결과를 제시하였다.

반면, 기업의 현금보유수준이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구들도 존재한다. Jang Seung-Wook et al., (2011)은 1999년에서 2009년까지 397개 기업의 균형패널자료를 활용하여 기업의 현금 보유 변화가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다. 개별기업별로 현금 보유 수준 및 부채비율 수준, 재무적 제약 여부 등에 따라 각 기업을 특성별로 집단화하여 실증 분석하였다. 분석결과, 현금보유수준의 변화는 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 기업의 현금보유는 외부 자금조달에 의존하지 않고 신규 투자안에 투자하는 것이 가능하게 하며, 재무구조 안정성을 가져와 파산 가능성과 채무불능위험을 감소시킬 수

있어 기업가치에 긍정적인 영향을 준다고 주장하였으며 본 연구의 결과와도 일맥 상통한다. Opler et al.(1999)의 연구에서도 기업이 현금 부족에 기인하여 수익성 있는 투자 기회를 회피하기 위한 예방적 의도에서 현금을 보유함을 주장하였다. 이는 현금보유수준이 기업의 새로운 가치창출 기회에 중요한 도구가 되고 유동성 부족에 따른 기업의 리스크를 줄임으로써 기업가치를 증가시킬 수 있는 기회를 제공해 준다는 관점이다. Boyle and Guthrie(2003)의 연구에서도 기업의 잠재적 투자기회 포착을 위해서는 풍부한 현금 보유가 필수적이라 주장하고 있다. Ra Young-Su, Park Hyun-Ki and Lee Chi-Song(2017)은 기업의 현금 보유가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 현금 보유는 정보비대칭 상황인 외부시장에 기업의 자금역량에 대한 안정감과 미래투자기회에 대한 기대감을 가지게 하므로 시장에서 기업에 대한 평가를 높이는 효과가 있는 것으로 파악하였다. 즉 현금 보유가 기업의 순가치 증가에 대해서는 부정적이었지만 기업시장가치에 미치는 영향은 매우 높았다. 현금자산을 보유하여 안정성은 유지되고 있으나 기업의 부가가치에는 기여를 하지 않고 있다는 결론을 내렸다.

본 연구는 국제회계기준이 의무적으로 도입된 2011년 이후 우리나라 코스닥 시장의 수출기업들만을 대상으로 기업의 현금보유수준과 현금보유수준의 증가가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. Buhner(1987)은 기업의 국제화가 기

업의 성장기회를 제공한다고 주장하였으며, Ruigrok and Wagner(2003)은 해외 진출 초기 단계에서는 투자비용에 기인하여 음(-)의 관련성을 나타내다가 국제화가 진행될수록 학습효과에 기인하여 양(+)의 관련성을 갖는다고 주장하였다. 반면 Park Chun-Gwang and Nam Hyun-Jung (2014)의 연구에서는 기업이 국제화될수록 현금 보유와 기업가치 사이에 음(-)의 영향력이 더욱 강화된다고 주장하였다. 지금까지 제시된 선행연구의 결과에서처럼 그 연구결과가 일관성이 없으며 2011년 이후 수출기업만을 대상으로 하여 기업의 현금보유수준 및 현금보유수준이 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 연구는 거의 없다. 본 연구는 Keynes (1936)의 유동성 선호이론에 의한 기업의 현금에 대한 거래적 동기와 예비적 동기 관점에서 우리나라 코스닥 시장에서 수출기업들이 현금보유수준 및 현금보유수준을 증가시킨다면 기업의 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상하며 실증 분석하였다.

III. 연구의 설계

1. 표본기업의 선정

본 연구의 실증분석에 사용된 표본은 NICE 평가정보의 KISVALUE에서 정보 추출이 가능하며 다음의 조건들을 모두 충족시키는 기업으로

Table 1. Sampling

Criteria	Sample Number	Total
Total Listed Firm on December 2018	1,388×8	11,104
- Exclude financial and real estate business	(74×8)	(592)
- A Closing Date of Non December	(30×8)	(240)
- Accounting Review of Non Qualified Opinion	(129×8)	(1,032)
- A Sample with no Export Record	(3,381)	(3,381)
- Data Error	(473)	(473)
Final Sample	5,386	

Source: KISVALUE (2018).

한정하였다. 표본선정기간은 표본의 동질성을 확보하기 위해 한국채택국제회계기준이 의무적으로 도입된 2011년부터 2018년까지의 8년이며, 이 기간 동안 다음 조건을 모두 충족하는 기업만을 표본으로 선정하였다.

- ① 금융업(보험관련 서비스업, 부동산업 포함)이 아닌 기업
- ② 12월 말 결산기업 및 결산일이 변경되지 아니한 기업
- ③ 감사의견이 적정한 기업
- ④ 수출실적이 있는 기업

금융업과 보험업을 제외한 것은 실증분석 기업들의 동질성과 적정수의 표본을 확보하기 위함이다. 특히 은행, 보험 등의 금융기관들은 영업상의 특징들이 일반 기업과는 다른 성격을 지니고 있기 때문이다. 또한, 재무제표상의 구성항목도 일반기업과는 차이가 있기 때문이다. 따라서 금융관련 기업들은 표본에서 제외하였다.

또한, 결산일이 매년 12월말 이면서 결산일이 중간에 변경되지 않은 기업만을 선택하였는데, 이는 대다수의 기업들이 결산일을 12월 31일로 택하고 있기 때문이다. 또한, 회계정보의 공시시점이 서로 다를 경우 회계정보 이외의 외부의 경제여건에 의해서도 영향을 받을 수 있기 때문이다. 따라서 평가시점 사이의 차이에 기인한 시점효과 제거를 위해서는 12월말 결산기업이 아니거나 실증분석 중간에 결산일이 변경된 기업은 표본기업에서 제외하고 실증분석 하였다.

또한, 분석대상인 2011년에서 2018년의 8개년 동안 감사의견이 1개년이라도 적정이 아닌 기업은 재무자료의 적정성과 왜곡가능성을 고려하여 표본에서 제거하였다. 또한 일반적인 정상기업의 여건과 비교할 경우 재무자료의 연속성이 결여될 수도 있어 표본기업에서 제거하였다.

마지막으로 수출기업으로 한정된 것은 국내외 경제상황에 대한 리스크가 일반기업에 비하여 더 클 것으로 판단되어 수출기업만을 선정하였다. 이상의 조건을 충족시키는 표본기업은 8년 풀링하여 5,386개 이다. 최종적으로 선정된 표본의 결과는 Table 1과 같다.

2. 변수의 선정, 정의 및 분석 기법

본 연구는 코스닥 수출기업의 현금보유수준과 현금보유수준의 증가가 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 이를 검증하기 위해 본 연구에서 사용한 종속변수는 기업가치의 대용치이며 독립변수는 기업의 현금보유수준과 현금보유수준의 증가이다. 또한 이를 통제하기 위해 선행 연구에서 기업가치에 영향을 미치는 요인으로 사용되었던 ROA, 기업규모, 기업연령, 부채비율, 영업현금흐름, 외국인 지분을 변수를 통제변수로 선정하였다. 선정된 변수의 대한 정의는 다음과 같다.

1) 종속변수

연구모형에 사용한 종속변수인 기업가치의 대용치는 다음과 같은 두 가지 방식으로 측정하였다.

- (1) 기업가치(FV) : 본 연구에서 사용한 기업가치의 대용변수로 FV는 보통주와 우선주의 발행주식수에 각각의 연말종가를 곱한 값을 더하여 산출하였다. 이렇게 산출된 값을 총자산의 장부가치로 나누어 계산하였으며 그 계산식은 다음과 같다.

$$FV = \frac{\text{보통주 시장가치} + \text{우선주 시장가치}}{\text{총자산의 장부가치}}$$

- (2) 기업가치(TQ) : 다음으로 연구에서는 기업가치에 대한 대용변수로 TQ변수를 사용하였다. TQ변수는 자본의 시장가치에 부채의 시장가치를 더한 값을 자산의 대체원가로 나누어 산출한다. 여기서 자본의 시장가치는 보통주의 발행주식수에 연말종가를 곱한 값에 우선주 발행주식수에 연말종가를 곱한 값을 합산하여 계산한다. 다음으로 부채의 시장가치를 산출하여야 하는데, 이는 유동부채에서 유동자산을 차감한 금액과 만기에 따라 조정된 비유동부채의 추정 시장가치를 더하여 산출하여야 한다. 그러나 우리나라의 경우 자산의 대체원가를 산출하기 위한 관련 평가 정보가 제공되지 않으며, 정확한 대체원가의 제공도 어려워 본 연구에서는 많은

국내 및 외국의 연구들에서 대체 사용하고 있는 시장가치 대 장부가치의 비율을 활용하였다(An Sang-Bong and Ha Kye-Soo, 2016). 본 연구에서 실증분석에 사용한 TQ 변수의 비율은 다음과 같다.

$$TQ = \frac{\text{보통주 시장가치} + \text{우선주 시장가치} + \text{부채의 장부가치}}{\text{총자산의 장부가치}}$$

2) 독립변수

(1) 현금비율(CR) : 기업의 자산에서 현금및 현금성자산이 차지하는 비율로 KISVALUE 자료를 활용하여 다음과 같이 측정하였다.

$$CR = \frac{\text{현금및현금성자산}}{\text{총자산} - \text{현금및현금성자산}}$$

(2) 현금증가더미변수(ΔCR) : 전년대비 기업의 현금보유수준이 증가하였으면 1 그렇지 않으면 0인 더미변수이다.

3) 통제변수

연구모형에 사용된 통제변수는 다음의 방식으로 측정하였다.

- (1) 수출비율(ER): 매출액 대비 수출액의 비율로 산정하였다.
- (2) 자산수익률(ROA) : 기업의 자산이 얼마나 효율적으로 운용되었는지를 나타내는 지표로 영업이익을 자산총계로 나누어 산출하였다.
- (3) 기업규모(SIZE) : 기업규모는 자산총계 로그를 취하여 산출하였다.
- (4) 기업연령(AGE) : 기업의 연령을 나타내며 2018년에서 설립년도를 차감한 후 로그를 취하여 산출하였다.
- (5) 부채비율(LEV) : 부채비율은 부채총액을 자산총액으로 나누어 산출하였다. 기업의 부채비율이 높으면 높을수록 기업의 재무구조가 열악하여 기업가치가 낮을 것이다.
- (6) 영업현금흐름비율(CFO) : 현금흐름표상

영업현금흐름을 자산총계로 나누어 산정하였다

(7) 외국인지분율(FOR) : 외국인지분율은 KISVALUE의 자료를 활용하여 측정하였다.

3. 가설 및 연구모형 설정

1) 가설 설정

본 연구의 실증적인 분석은 우리나라에서 국제회계기준이 의무적으로 도입된 2011년부터 2018년까지의 8년 동안 기업의 현금보유수준 및 현금보유수준의 증가가 기업가치에 미치는 영향을 검증할 것이다. 본 연구에서 사용한 재무자료는 KISVALUE 시스템을 이용하여 실증분석에 사용한 데이터를 추출하였다.

본 연구에서는 기업의 현금보유수준이 기업가치에 미치는 영향을 검증한다. 만일 기업의 현금보유가 기업의 유동성을 증가시켜 거래적 동기와 예비적 동기를 충족시킨다면 이를 통해 비용절감이 가능할 수 있다. 특히 정보비대칭 환경에 노출된 기업이나 기업의 신용상의 문제에 노출되어 있는 기업의 경우 현금보유수준의 부족의 새로운 투자기회를 상실하게 되는 등의 어려움을 겪게 될 것이다. 따라서 이러한 상황에서 기업의 현금보유수준은 기업가치를 증가시키는 중요한 도구가 될 것이다. 반면, 오늘날 기업들은 현금보유수준을 줄일 수 있는 다양한 재무적 기법과 각종 파생금융상품의 활용이 가능하여 과거에 비하여 재무위험이 감소되어 기업의 현금보유수준의 최소화가 가능할 수 있다. 이러한 경우 현금보유수준의 증가는 역으로 기업가치를 감소시킬 수도 있을 것이다. 만일 기업의 현금보유수준에 따라 기업가치가 영향을 받는다면 기업의 현금보유 정책은 중요한 시사점을 제공할 것으로 보여지며 이에 대한 정책 당국의 의사결정에도 도움이 될 것이다. 이러한 관점에서 다음의 가설을 설정하였다.

H1 수출기업의 현금보유수준은 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것이다

Table 2. Result for Descriptive Statistics

Sample Number = 5,386	FV	TQ	CR	△CR	ER	ROA
Mean	1.303	1.669	0.131	0.544	0.370	0.030
Median	0.840	1.202	0.072	1.000	0.312	0.034
Standard Deviation	2.257	2.231	0.235	0.498	0.305	0.097
Min	0.000	0.056	0.000	0.000	0.000	-0.843
Max	116.843	116.996	7.920	1.000	1.000	0.607
Sample Number = 5,386	SIZE	AGE	LEV	CFO	FOR	
Mean	25.224	3.067	0.365	0.040	0.043	
Median	25.195	3.041	0.353	0.043	0.012	
Standard Deviation	0.823	0.518	0.201	0.100	0.086	
Min	22.123	-0.075	0.001	-0.684	0.000	
Max	29.133	4.315	2.353	0.643	0.922	

- Notes: 1. FV : FV, (Common Stock Market Price+ Preferred Stock Market Price)/Total Assets.
 2. TQ : TQ, Tobin Q, ((Common Stock Market Price+ Preferred Stock Market Price)+Total Debt)/Total Assets.
 3. CR : Cash Holding Level
 4. CR : Cash Holding Level
 5. △CR : Cash Holding Level Dummy, If the Level of Cash Reserves Increased Year-on-Year 1, Non - Increased Company 0 Dummy.
 6. ROA : Return On Assets.
 7. SIZE : Log(Total Asset).
 8. AGE : Log(2018-The year of establishment)
 9. LEV : Debt Ratio.
 10. CFO : Cash Flows from Operating to Total Assets.
 11. FOR : Foreign Ownership Rate

Source: KISVALUE (2018).

H2 수출기업에서 현금보유수준의 증가는 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것이다

가설 1과 가설 2에 대한 검증은 다변량회귀분석을 통하여 검증할 것이다. 즉, 기업가치의 대용변수로 본 연구에서 사용한 두 변수를 종속변수로 하며, 현금보유수준과 현금보유수준의 증가 더미 변수를 독립변수로 사용할 것이다. 또한, ROA, 기업규모 등의 다양한 통제변수를 사용하여 이를 검증할 것이다.

2) 연구모형 설정

본 연구에서 가설검증을 위해 사용한 모형은 다음의 식 (1)과 식 (2)이다.

$$FV = \alpha_0 + \alpha_1 CR + \alpha_2 \Delta CR + \alpha_3 ER + \alpha_4 ROA + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 AGE + \alpha_7 LEV + \alpha_8 CFO +$$

$$\alpha_9 FOR + \sum IND + \sum YEAR + e \quad (1)$$

$$TQ = \alpha_0 + \alpha_1 CR + \alpha_2 \Delta CR + \alpha_3 ER + \alpha_4 ROA + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 AGE + \alpha_7 LEV + \alpha_8 CFO +$$

$$\alpha_9 FOR + \sum IND + \sum YEAR + e \quad (2)$$

- FV : 기업가치의 대용변수로 보통주와 우선주의 시장가치/총자산의 장부가치
- TQ : 기업가치의 대용변수로 (보통주와 우선주의 시장가치+부채의 장부가치)/총자산의 장부가치

- *CR* : 현금보유비율로 기업의 재무상태표상 자산총계에서 현금및현금성자산이 차지하는 비율
- ΔCR : 현금보유증가수준 비율로 기업의 재무상태표상 자산총계에서 현금및현금성자산이 차지하는 비율
- *ER* : 수출비율로 매출액 대비 수출 비율
- *ROA* : 자산수익율로 포괄손익계산서 상 영업 이익이 자산총계에서 차지하는 비율
- *SIZE* : 기업규모로 LN(총자산)
- *AGE* : 기업의 업력으로 LN(2018년-기업의 설립년도)
- *LEV* : 부채비율로 총부채/총자산
- *CFO* : 영업현금흐름 비율로 자산총계 대비 현금흐름표상 영업현금흐름
- *FOR* : 외국인지분율
- e_{it} : t연도의 오차항

모형에 포함된 변수 중 주된 설명변수는 현금보유수준(*CR*) 변수와 현금보유증가수준(ΔCR) 변수이다. 본 연구의 목적은 코스닥시장에서 수출기업의 현금보유수준과 현금보유수준의 증가가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보는 것이다. 만일 현금보유수준 변수와 현금보유수준의 증가변수가 통계적으로 유의한 값을 나타낸다면 기업가치에 긍정적인 영향을 미침을 확인하는 것이어서 기업가치에 긍정적인 역할을 함을 입증하는 것이다.

IV. 실증분석 결과

1. 기초통계량 분석 결과

표본기업에 대한 기초통계량 분석결과는 위의 Table 2와 같다. 전체 표본기업의 기업가치(FV)의 평균(표준편차)은 1,303(2,257)으로 보통주와 우선주를 합한 기말 시가총액이 총자산의 장부금액보다 높게 나타났다. 또한 기말시가총액에 자본의 장부금액의 합을 총자산의 장부금액으로 나눈 TQ 변수의 평균(표준편차)은 1,669(2,231)로 기업가치의 두 대응변수 모두 1

을 상회하였다. 또한 현금보유수준(*CR*) 변수의 평균(표준편차)는 0.131(0.235)로 전체 유효표본의 현금보유수준은 자산총계 대비 13.1%로 나타났다. 또한 현금증분 변수의 평균(표준편차)은 0.544(0.498)로 나타났다.

수출변수(*ER*)의 평균(표준편차)은 0.370(0.305)로 나타나 수출기업만을 대상으로 한 표본의 매출액대비 평균수출비율은 37.0%로 나타났다.

다음으로 총자산 대비 영업이익 비율의 평균(표준편차)은 0.030(0.097)로 코스닥 수출기업의 ROA가 매우 낮음을 알 수 있었다.

다음으로 기업규모 변수의 평균(표준편차)은 25.224(0.823)이었으며 기업의 연령 변수의 평균(표준편차)은 3.067(0.518)로 나타났다.

부채비율(*LEV*)의 평균(표준편차)은 0.365(0.201)로 매우 양호한 값을 보였다. 또한 자산총계 대비 영업현금(0)으로 양의 값을 나타냈다. 마지막으로 외국인지분율의 흐름 비율의 평균(표준편차)은 0.040(0.10) 평균(표준편차)은 0.043(0.086)으로 나타났다.

2. 상관관계 분석 결과

Table 3은 본 연구에서 사용된 변수들 간의 상관관계를 나타낸다. 분석결과를 살펴보면 기업가치의 대응변수 FV와 현금보유수준 변수의 상관관계는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을, 기말시가총액에 자본의 장부금액의 합을 총자산의 장부금액으로 나눈 TQ 변수와 현금보유수준 변수도 1% 유의수준에서 유의한 양의 상관관계를 나타내었다. 이러한 결과는 예상대로 기업의 현금보유수준이 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있는 결과이다. 또한 현금증분 더미변수의 결과에서도 현금증가는 기업가치에 유의한 양(+)의 상관관계를 보여주었다.

또한 ROA 변수와 기업가치 변수간의 상관관계는 예상과 달리 일관되게 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내었다. 다음으로 기업가치 변수와 기업규모 변수는 통계적으로 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나

Table 3. Result for Correlation Coefficient Analysis

Sample Number = 5,386	<i>TQ</i>	<i>CR</i>	ΔCR	<i>ER</i>	<i>ROA</i>	<i>SIZE</i>	<i>AGE</i>	<i>LEV</i>	<i>CFO</i>	<i>FOR</i>
<i>FV</i>	.996*** 0.000	.121*** .000	.048*** .000	-.042*** .002	-.036*** .009	-.127*** .000	-.107*** .000	-.172*** .000	-.052*** .000	.089*** .000
<i>TQ</i>		.106*** .000	.048*** .000	-.036*** .008	-.060*** .000	-.118*** .000	-.100*** .000	-.084*** .000	-.070*** .000	.073*** .000
<i>CR</i>			.200*** .000	-.020 .135	.009 .507	-.144*** .000	-.158*** .000	-.188*** .000	.046*** .001	.026* .059
ΔCR				.001 .961	.110*** .000	.009 .498	-.027** .047	-.006 .665	.199*** .000	.020 .142
<i>ER</i>					.023 .087	.157*** .000	-.087*** .000	.067*** .000	.032** .019	.069*** .000
<i>ROA</i>						.246*** .000	.000 .986	-.264*** .000	.643*** 0.000	.190*** .000
<i>SIZE</i>							.163*** .000	.113*** .000	.200*** .000	.257*** .000
<i>AGE</i>								.088*** .000	.026* .057	-.004 .750
<i>LEV</i>									-.184*** .000	-.181*** .000
<i>CFO</i>										.161*** .000

Notes: 1. *p*: ***<0.01, **<0.05 and *<0.10.

2. The Explanation for the Remaining Variables is the as <Table 2>.

Source: KISVALUE (2018).

타내었다.

기업의 연령 변수는 기업가치 변수와 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내었으며 현금보유수준 변수와도 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내었다. 이러한 결과는 기업의 업력이 짧을수록 기업가치가 높으며 현금보유수준도 높을 수 있음을 나타내는 결과이다.

부채비율 변수도 기업가치 변수와 음(-)의 유의한 상관관계를 나타내었으며 현금보유수준 변수와도 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내었다. 이러한 결과는 부채비율이 낮을수록 기업가치가 높았으며 현금보유수준도 높았음을 나타내는 결과일 수 있다. 마지막으로 외국인 지분율은 기업

가치 변수와 일관성 있게 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내어 외국인 지분율이 높을수록 기업가치가 높을 수 있음을 나타내었다. 현금보유수준과도 양(+)의 상관관계를 나타내었으며 통계적으로도 유의한 결과를 보였다.

3. 독립표본 t-검정 분석 결과

Table 4는 기업의 현금보유수준에 따라 기업가치 변수들과 본 연구에서 사용한 통제변수들의 평균이 차이가 있는지를 검증하기 위한 t-test 분석결과를 제시한 것이다. 만약 우리나라 기업들의 현금보유수준에 따라 기업가치에 차이가 있다면 기업가치 대용변수들의 평균이 유의하

Table 4. Result for Difference between Descriptive Statistics and Mean

Panel A(Sample Number=5,386)					Panel B(Sample Number=5,386)				
<i>CR_D</i>	N	Mean (Standard Deviation)	t Value (Significance)	ΔCR	N	Mean (Standard Deviation)	t Value (Significance)		
<i>FV</i>	0	2692	1.0866(2.5940)	-7.091***	<i>FV</i>	0	2451	1.185(1.353)	-3.734***
	1	2694	1.5209(1.8365)	(.000)		1	2935	1.403(2.794)	(.000)
<i>TQ</i>	0	2692	1.5106(2.5688)	-5.245***	<i>TQ</i>	0	2451	1.552(1.319)	-3.739***
	1	2694	1.8288(1.8206)	(.000)		1	2935	1.768(2.769)	(.000)
ΔCR	0	2692	.4045(.4909)	-21.553***	<i>CR</i>	0	2451	0.080(0.112)	-16.054***
	1	2694	.6852(.4645)	(.000)		1	2935	0.175(0.296)	(.000)
<i>ER</i>	0	2692	.3789(.2972)	2.112**	<i>ER</i>	0	2451	0.370(0.305)	-.049
	1	2694	.3614(.3131)	(.035)		1	2935	0.370(0.306)	(.961)
<i>ROA</i>	0	2692	.0198(.0859)	-8.255***	<i>ROA</i>	0	2451	0.019(0.097)	-8.102***
	1	2694	.0417(.1069)	(.000)		1	2935	0.041(0.097)	(.000)
<i>SIZE</i>	0	2692	25.3547(0.7875)	11.729***	<i>SIZE</i>	0	2451	25.216(0.824)	-.678
	1	2694	25.0948(0.8380)	(.000)		1	2935	25.232(0.823)	(.498)
<i>AGE</i>	0	2692	3.1520(0.4815)	12.122***	<i>AGE</i>	0	2451	3.083(0.497)	1.985**
	1	2694	2.9831(0.5398)	(.000)		1	2935	3.055(0.536)	(.047)
<i>LEV</i>	0	2692	0.4240(0.2035)	22.060***	<i>LEV</i>	0	2451	0.367(0.204)	.432
	1	2694	0.3079(0.1821)	(.000)		1	2935	0.365(0.199)	(.665)
<i>CFO</i>	0	2692	.0257(.0910)	-10.936***	<i>CFO</i>	0	2451	0.019(0.095)	-14.986***
	1	2694	.0552(.1066)	(.000)		1	2935	0.059(0.101)	(.000)
<i>FOR</i>	0	2692	.0364(.0761)	-5.934***	<i>FOR</i>	0	2451	0.041(0.081)	-1.482
	1	2694	.0503(.0943)	(.000)		1	2935	0.045(0.090)	(.138)

Notes: 1. p : ***<0.01, p : **<0.05 and p : *<0.10.

2. The Explanation for the Remaining Variables is the as <Table 2>.

Source: KISVALUE (2018).

계 차이가 있음을 예측할 수 있다. 먼저 Table 4의 Panel A는 현금보유수준의 중위수에 의하여 집단을 구분하였다. 즉, 현금보유수준의 중위수보다 높은 집단을 1로 하였고 낮은 집단을 0으로 구분하였으며, Panel B는 전년대비 현금보유수준이 증가한 경우 1로 하였고 그렇지 않은 경우 0으로 구분하여 실증분석 하였다.

<Table 4>의 Panel A에서 보는 바와 같이 기업가치의 대응치인 FV에 대한 집단 1과 집단

0의 평균이 각각 0.0417과 0.0198를 나타내어 1% 유의수준에서 유의하게 현금보유수준이 높은 집단의 기업가치가 높게 나타났다. 이러한 결과는 TQ 변수에서도 동일하였다. 또한 Panel B에서 보는 바와 같이 전년대비 현금보유수준이 증가한 집단의 기업가치 변수의 평균이 더 높았으며 통계적으로도 유의하였다. 이러한 결과는 우리나라의 불확실성이 높은 현 상황에서 코스닥 시장의 기업들의 현금보유수준의 증가가 기

업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 나타내는 증거가 될 수 있다.

다음으로 ROA 변수는 집단 1과 집단 0의 평균이 각각 3.5255와 1.885를 나타내어 1% 유의수준에서 유의하게 현금보유수준이 높은 집단의 평균이 더 높게 나타나 현금보유수준이 기업의 ROA를 높이는 데 긍정적인 유인이 되었음을 나타내었다. 이러한 결과는 전년대비 현금보유수준이 증가한 집단의 ROA가 유의하게 높아 현금보유수준의 증가가 ROA에 긍정적인 요소로 작용함을 나타내었다.

기타 통제변수들의 평균차이를 살펴보면 다음과 같다.

먼저 Panel A의 기업규모 변수에서는 현금보유수준이 높은 집단의 평균이 통계적으로 유의하게 작게 나타났으며 기업의 연령변수도 현금보유수준이 높은 집단의 연령이 통계적으로 유의하게 작았다. 부채비율 역시 현금보유수준이 높은 집단의 부채비율이 통계적으로 유의하게 낮았다. 이러한 결과는 수출기업이 현금보유수준을 증가시키기 위해 부채비율을 증가시키지 않았음을 나타내는 결과로 보여진다.

반면 영업현금흐름은 현금보유수준이 높은 집단의 평균이 통계적으로 유의하게 높았으며 외국인 지분율도 현금보유수준이 높은 집단의 평균이 통계적으로 유의하게 높았다.

다음으로 Panel B의 통제변수들을 살펴보면 기업규모 변수는 두 집단 간 평균의 차이가 통계적으로 유의하지 않았다. 또한 기업의 연령변수는 현금보유수준이 전년대비 증가한 집단군의 평균이 통계적으로 유의하게 낮았다. 부채비율은 두 집단 간 차이가 통계적으로 유의하지 않았다. 영업현금흐름 변수는 전년대비 현금보유수준이 증가한 집단군의 평균이 통계적으로 유의하게 나타났다. 외국인 지분율은 통계적으로 유의하지 않았다.

다만, 다음에 제시된 Table 4의 결과는 통제변수를 고려하지 않은 결과이므로 이를 통제 후 현금보유수준이 기업가치에 미치는 영향을 검증하여야 할 것이다.

4. 다변량 회귀분석 결과

〈가설 1〉과 〈가설 2〉를 검증하기 위하여 다음의 다변량 회귀분석을 실시하였다. 먼저 Table 5의 Panel A는 보통주와 우선주의 기말 시가총액을 합하여 이를 자산총계의 장부금액으로 나눈 FV 변수를 종속변수로 사용하여 본 연구의 가설을 검증한 결과이며 Panel B는 보통주와 우선주의 기말 시가총액에 자본의 장부가치를 더하여 이를 자산총계의 장부금액으로 나눈 TQ 변수다. 〈가설 1〉을 검증하기 위해서는 Panel A와 Panel B에서 기업의 현금보유수준이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치기 위해서는 모형 1과 모형 2의 $\alpha 1$ 값이 양(+)의 값을 가져야 하며 통계적으로 유의하여야 한다. 표에서 보듯이 Panel A와 Panel B 모두에서 계수 값이 양(+)의 값을 나타내었으며 통계적으로도 1% 유의수준에서 유의한 결과를 보여주었다. 이러한 결과는 수출기업만을 대상으로 한 코스닥 시장에서 현금보유수준은 기업가치에 긍정적인 영향을 미침을 나타내는 것으로 가설 1은 채택되었다.

다음으로 전년대비 현금보유수준의 증가가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는지를 검증하는 가설 2를 검증하기 위해서는 모형 1과 모형 2의 $\alpha 2$ 값이 양의 값을 가져야 하며 통계적으로 유의하여야 한다. 표에서 보듯이 Panel A와 Panel B 모두에서 계수 값이 양의 값을 나타내었으며 통계적으로도 1% 유의수준에서 유의한 결과를 보여주었다. 이러한 결과는 수출기업만을 대상으로 한 코스닥 시장에서 현금보유수준의 증가가 기업가치에 긍정적인 영향을 미침을 나타내는 것으로 가설 2는 채택되었다.

다음은 본 연구에서 사용한 통제변수들이 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 결과이다. 먼저 ROA 변수는 예상과 달리 Panel A와 Panel B 모두에서 음(-)의 값을 나타내었으며 통계적으로 10% 유의수준에서 유의한 결과를 보였다. 다음으로 기업규모변수는 Panel A와 Panel B 모두에서 음(-)의 관련성을 나타내었으며 통계적으로 1% 유의수준에서 유의한 결과를 보였다. 영업현금흐름 변수도 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의

Table 5. Result for Multi Variate Regression Analysis

Classification	Panel A (Sample Number=5,386)		Panel B (Sample Number=5,386)	
	Dependent Variable (FV)		Dependent Variable (TQ)	
	Regression Variables	t Value (Significance)	Regression Variables	t Value (Significance)
Constant	± 9.002	9.092*** (.000)	9.002	9.092*** (.000)
CR	+ .576	4.318*** (.000)	.576	4.318*** (.000)
ΔCR	+ .221	3.551*** (.000)	.221	3.551*** (.000)
ER	+ -.195	-1.963** (.050)	-.195	-1.963** (.050)
ROA	+ -.797	-1.924* (.054)	-.797	-1.924* (.054)
SIZE	- -.251	-6.222*** (.000)	-.251	-6.222*** (.000)
AGE	- -.300	-5.061*** (.000)	-.300	-5.061*** (.000)
LEV	- -1.620	-10.038*** (.000)	-.620	-3.841*** (.000)
CFO	+ -1.456	-3.690*** (.000)	-1.456	-3.690*** (.000)
FOR	+ 2.679	7.273*** (.000)	2.679	7.273*** (.000)
Ind		Inclusion		Inclusion
Year		Inclusion		Inclusion
F-Value		43.775*** (.000)		29.198*** (.000)
Modified R ²		0.067		0.045

Notes: 1. p: ***<0.01, p: **<0.05 and p: *<0.10.

2. The Explanation for the Remaining Variables is the as <Table 2>.

3. VIF is 1.045 to 1.848

Source: KISVALUE (2018).

관련성을 나타내었으며 외국인 지분율은 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 나타내어 외국인 지분율이 높으면 높을수록 기업가치가 높음을 확인할 수 있었다.

$$FV = \alpha_0 + \alpha_1 CR + \alpha_2 \Delta CR + \alpha_3 ER + \alpha_4 ROA + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 AGE + \alpha_7 LEV + \alpha_8 CFO +$$

$$\alpha_9 FOR + \sum IND + \sum YEAR + e \text{ (모형 1)}$$

$$TQ = \alpha_0 + \alpha_1 CR + \alpha_2 \Delta CR + \alpha_3 ER + \alpha_4 ROA + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 AGE + \alpha_7 LEV + \alpha_8 CFO +$$

$$\alpha_9 FOR + \sum IND + \sum YEAR + e \text{ (모형 2)}$$

V. 결론

본 연구의 목적은 수출기업의 현금보유수준과 현금보유수준의 증가가 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 이를 검증하기 위해 본 연구는 국제회계기준이 의무적으로 도입된 2011년부터 2018년까지 총 8년 동안 코스닥 시장에 상장된 기업을 대상으로 총 5,386개 표본을 선정하여 실증 분석하였다.

분석결과는 다음과 같다. 첫째, t-test 분석결과, 현금보유수준이 높은 집단의 기업가치가 그렇지 않은 집단보다 통계적으로 유의하게 높았다. 또한 전년 대비 현금보유수준이 증가한 기업

의 기업가치가 그렇지 않은 집단의 기업가치보다 통계적으로 유의하게 높았다. 이러한 결과는 ROA의 경우도 결과가 동일하였다. 반면, 부채비율은 현금보유수준이 높은 집단의 부채비율이 통계적으로 유의하게 낮았다. 이러한 결과는 오늘날처럼 불확실성이 높은 상황에서도 수출기업의 경우 기업들이 현금을 증가시키기 위해 부채 증가의 수단을 사용하지 않음을 나타내는 결과로 보여진다.

둘째, <가설 1>과 <가설 2>를 검증하기 위하여 다변량 회귀분석을 실시하였다. 먼저 <가설 1>의 우리나라 코스닥 시장의 수출기업에서 현금보유수준이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는지를 살펴본 결과 모형 1과 모형 2 모두에서 현금보유수준은 기업가치에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 <가설 2>의 전년대비 현금보유수준을 증가시키는 것이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는지를 살펴본 결과, 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성을 나타내었다. 따라서 가설 1과 가설 2 모

두 채택되었다.

반면 부채비율은 유의한 음(-)의 관련성을 나타내었다. 이러한 결과는 우리나라 수출기업들은 현금보유수준을 높이기 위해 부채의 증가를 통한 자금조달 방안을 선택하고 있지 않음을 확인한 것이다. 다만, 예상과 달리 ROA와 영업현금흐름 변수가 유의한 음(-)의 관련성을 나타내었다. 이러한 결과는 수출기업들이 자금조달을 위해 매출을 통한 현금보유수준 제고방안 보다는 자산 처분 등의 기타 방안을 활용하고 있음을 유추할 수 있다.

이러한 결과는 우리나라 기업들의 현금 보유 증가 노력은 기업가치 개선에 긍정적인 영향을 미치고 있다는 증거가 될 것이며, 오늘날과 같은 불확실성이 높은 경영 환경에서 우리나라 기업들은 충분한 유동성 확보를 통해 기업의 재무구조 건전성을 확보하는 중요한 도구로 사용되고 있음을 확인하였다. 나아가 기업의 현금보유수준의 노력은 기업의 합리적인 선택임을 확인할 수 있었다.

References

- An, Sang-Bong and Kye-Soo Ha (2016), "Financial Characteristic and Firm Value in the Korean Export Industry after the Global Economic Crisis," *Journal of International Trade & Commerce*, 12(6), 557-574.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins and R. LaFond. (2006), The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 203-243.
- Binh, Ki-Beom and Eun-sook Seo, (2014), An Empirical Analysis of the Effect of Precautionary Cash Holding of Corporate Sector on the Recession, *The Korean Journal of Financial Management*, 31(1), 173-214.
- Boyle, G. W. and G. A. Guthrie (2003), "Investment, Uncertainty and Liquidity," *Journal of Finance*, 58, 2143-2166.
- Buhner, R. (1987), "Assessing International Diversification of West German Corporations," *Strategic Management Journal*, 8(1), 25-37.
- Chen, Y. (2008), "Corporate Governance and Cash Holdings: Listed New Economy Versus Old Economy Firms," *Corporate Governance*, 16(5), 30-42.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes. (2003), "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 11-33.
- Easley, D., Hvidkjaer, S., O Hara, M. (2002), Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?,

- The Journal of Finance*, 57(5), 2085-2222.
- Harford, J. (1999), Corporate Cash Reserves and Acquisitions, *Journal of Finance*, (54), 1969-1997.
- Hollis Ashbaugh-Skaifea, Daniel W. Collinsb, Ryan LaFo (2006), "The effects of corporate governance on firms' credit ratings," *Journal of Accounting and Economics*, (42), 203-243.
- Jang, Seung-Wook and Seung-Cheol An, Sang-Whi Lee, Ji-Yun Park (2011), "Variation of Cash Holding and Corporate Value," *Korean Business Education Review*, (69), 495-515.
- Jensen, M. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review* (76), 323-339.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure," *Journal of Financial Economics* (3), 305-360.
- Jung, Young-Woo, Kyu-Heak Yang and Eun-eong Jo (2017), "The Effects of Corporate Governance and Accounting Information Quality on Corporate Cash Holdings," *Asia-Pacific Journal of Business & Commerce* 9(3), 33-60.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment Interest and Money*, Macmillan, London.
- Kim, Hwak-Yeol and Mi-Hwa Cho (2014), "Corporate Social Responsibility, Tax Strategy, Cash Holdings and Firm Value", *Korea International Accounting Review*, 53, 327-348.
- Kim, Jong-Woo (2019), *A Study on the Performance Determinants of the Export Support Policy for SME in Seoul*, Department of Public Enterprise Policy (Doctoral Dissertation), Seoul; The Graduate School of Public Administration Seoul National University.
- Kim, Sung-Pyo (2007), "The Influence of Corporate Ownership Structure on Cash Holdings," *korean management review*, 36(3), 739-763,
- Luo, Q. and Hachiya (2005), "Bank Relations, Cash Holdings, and Firm Value; Evidence from Japan," *Management Research News*, 28(4), 6-73.
- Mikkelson, W. H. & M. M. Partch (2003), Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Quantitative Finance*, 38(2), 275-294.
- Miller, M. H. and D. Orr (1966), "A model of the demand for money by firms," *Quarterly Journal of Economics* (80), 413-435.
- Myers, S. C. & N. Majluf (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, (13), 187-221.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson (1999), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Park Jong-Joon, (2019), "Controversy over Japan's in-house reserves of large export-regulated companies, and the National Assembly's audit," *Bridge news*. Available from <http://www.viva100.com>(accessed September 03, 2019)
- Park, Chun-Gwang and Hyun-Jung Nam (2014), "An Internalization and Cash Holdings of Corporation", *The Korean Journal of Financial Engineering*, 13(1), 129-148.
- Park, Ji-Yun and Seung-Cheol An (2015), "A Study on the Cash Holdings Adjustment with Business Forecasting," *Korean Business Education Review*, 30(2), 137-162.
- Pinkowitz, L. and Williamson, R. (2001), "Bank power and cash holdings : evidence from Japan," *Review of Financial Studies*, (14), 1059-1082.
- Ra, Young-Su, Hyun-Ki Park and Chi-Song Lee(2017), "Study on the Motivations to Hold Cash and Their Impacts on Corporate Value: From Korean Evidence," *Journal of Industrial Economic Association*, 30(4), 1373-1406.

- Ruigrok, W. and H. Wagner (2003), "Internationalization and Performance: An Organizational Learning Perspective," *Management International Review*, 43, 63-83.
- Soltani, A. and N. Ravanmehr (2011), "Corporate Governance, Cash Holding and Firm Value on the Tehran Stock Exchange," *Annual Summit on Business and Entrepreneurial Studies*, 654-666.
- Song, Jong-Hyun and Ik-Hwan Kim (2019), "We increased our cash by 12 trillion won by selling our corporate assets.," *The Korea Economic Daily*. Available from <https://www.hankyung.com> (accessed March 09, 2019)